

POLITIČKE I EKONOMSKE IMPLIKACIJE FIKSNOG KURSA

Slaviša Tasić

*ISM Univerzitet za ekonomiju i menadžment,
Vilnius, Litvanija*

SAŽETAK

Ovaj rad bavi se političkom ekonomijom alternativnih režima valutnog kursa i razmatra primenjivost fiksnog režima kursa u privredi Srbije. U radu tvrdim da su rezultati sadašnjeg režima ciljane inflacije razočaravajući i da bi, iz niza ekonomskih i političkih razloga, fiksni režim kursa bolje pristaje Srbiji. Rad takođe naglašava da su u tekućoj javnoj debati u Srbiji prisutna velika nerazumevanja i zablude u vezi funkcionisanja fiksnog režima kursa. Nasuprot mišljenju većine domaćih analitičara, fiksni režim kursa je politički održiv i ekonomski superioran u odnosu na sadašnje rešenje.

KLJUČNE REČI: valutni kurs; centralna banka; monetarna politika; devizne rezerve

UVOD: DEVIZNI KURS I MONETARNA POLITIKA

Cilj ovog teksta je da doprinese debati o obliku kursa dinara, bliže objasni način funkcionisanja fiksnog kursa i ukaže na poželjnost takvog modela za Srbiju. Sagledavajući političke implikacije različitih vrsta monetarne politike i modela kursa, kao i specifične okolnosti u okviru kojih Srbija sprovodi monetarnu politiku i politiku kursa, tvrdiću da je politika targetiranja inflacije i rukovođeno plivajućeg kursa dinara, koju sprovodi Narodna banka Srbije (NBS), inferiorna u odnosu na alternativnu politiku fiksnog kursa dinara. Pokušaću da pokažem da je, uz strogo poštovanje određenih pravila, fiksni kurs dinara mnogo bolje rešenje za ekonomiju Srbije.

Izbor režima monetarne politike je političko koliko i ekonomsko pitanje. Poznato je da je monetarna politika posebno podložna političkim uticajima, jer monetarna ekspanzija uvek može doneti kratkoročnu korist po cenu dugoročne ekonomske štete. Kydland i Prescott (1977) i Barro i Gordon (1983) su neki od klasičnih doprinosa ovoj temi, na liniji teorije javnog izbora. I same monetarne vlasti su često podložne iskušenjima

da svojim intervencijama preterano reaguju na kratkoročna kretanja. U vezi sa tim, autori od Friedmana (1982) do Taylora (1993) tvrdili su da je uvođenje određenih pravila ponašanja za centralnu banku bolje od podešavanja monetarne politike na osnovu trenutnih pokazatelja. Usled političkih uticaja, ali i raznih neizvesnosti i nepoznanica neminovno prisutnih u vođenju monetarne politike, tvrde ovi autori, monetarnu politiku je bolje voditi na osnovu nekog jednostavnog pravila, nego se oslanjati na diskreciono odlučivanje monetarnih vlasti.

Kurs valute može se definisati u kontinuumu režima: od fiksnih, preko mešovitih, do fleksibilnih ili plivajućih oblika kursa. Fiksni režimi podrazumevaju veću predvidivost kursa i obično veću stabilnost cena, ali uz odricanje od vođenja samostalne makroekonomske politike. Plivajući kurs daje više slobode domaćim monetarnim vlastima, ali i nosi više rizika od inflacije ukoliko je domaća monetarna politika neadekvatna. Ne postoji jedan univerzalni odgovor na pitanje koji je oblik kursa bolji, već odgovori zavise od karakteristika privrede o kojoj je reč.

Srbija danas pokušava da vodi nezavisnu monetarnu politiku i ima rukovođeno plivajući kurs dinara. Kako zemlja ima uglavnom slobodan protok kapitala, cena ovakve politike NBS je često nestabilan kurs. Svaki kapitalni priliv, rast investicija, zaduživanja ili doznaka u devizama jača kurs dinara. Upravo ovo se događalo u periodu od 2003. do 2008. godine. Sa druge strane, moguće je i da u određenom trenutku kapitalni priliv prestane i strane investicije presuše. To se počelo događati posle 2008. godine, kada je svetska ekonomska kriza presekla dotok investicija i kredita, kao i doznaka i donacija. U tom periodu došlo je do većeg slabljenja dinara.

Alternativa sadašnjem režimu je izbor fiksnog kursa. Klasični fiksni kurs moguć je u dve varijante. NBS može sama sama stabilizovati valutu na određenom nivou, proglasiti fiksni kurs i održavati ga na tom nivou. To se postiže praćenjem jednostavnog pravila koje obavezuje NBS da emituje dinare samo po osnovu priliva deviza – valutno pravilo. Čvršća opcija fiksnog kursa je „valutni odbor“, koji podrazumeva da fiksni kurs i monetarno pravilo ne budu samo inicijativa NBS, već da budu i zakonski propisani. Ova dva sistema imaju isti ekonomski efekat, jer u oba slučaja monetarna politika mora da poštuje istovetno valutno pravilo. Iz političkih razloga i dodatnog kredibiliteta koji daje zakon, valutni odbor je nešto bolje rešenje (vidi npr. Hanke i Schuller, 1993). Međutim, za svrhe ovog rada diferencijacija ta dva režima nije ključna, pa ću u nastavku koristiti termin „fiksni kurs“ podrazumevajući da u njega spadaju i fiksni kurs sa valutnim pravilom i valutni odbor.

Fiksni kurs bi podrazumevao otklanjanje neizvesnosti promena kursa jer on ne bi reagovao na promene kapitalnih priliva i odliva. Posledica ovakvog mehanizma je gubitak samostalne monetarne politike. To znači

da NBS u režimu fiksnog kursa ne bi smela da samostalno određuje ponudu novca ili kamatne stope, već bi monetarna politika bila definisana prilivima deviza u zemlju i odlivima iz nje. Rezultat bi bio značajniji rast ponude novca onda kada se povećava priliv stranog novca u zemlju i obratno, pad kada devize iz zemlje izlaze.

Ako bi NBS slučajno prekršila ovo ograničenje, na primer emitujući višak dinara kako bi pokrenula privredni rast, rezultat bi bila inflacija i devalvacija. Na tržištu bi bilo više dinara nego evra po zvaničnom kursu, što bi prouzrokovalo rast kursa evra u dinarima. Jedini način da se zadovolji višak tražnje za evrima u takvoj situaciji je prodaja deviznih rezervi. Ako bi NBS želela da zadrži isti fiksni kurs ali da vodi samostalnu monetarnu politiku – odnosno emituje dinare kad poželi – brzo bi istopila devizne rezerve. Zato režim fiksnog kursa mora da podrazumeva poštovanje valutnog pravila, o čemu će kasnije biti više reči.

Načelno su moguća i neka srednja rešenja, mešoviti tipovi kursa, ali za njih se vezuju drugi problemi i iskustva sa njima su uglavnom negativna. Neke zemlje, poput Hrvatske, zvanično primenjuju mešoviti režim, ali ipak, zbog odgovorne monetarne politike njihovih centralnih banaka i *de facto* sleđenja valutnog pravila, taj sistem ima dosta odlika fiksnog kursa.

ARGUMENTI ZA FIKSNI KURS DINARA

Fiksni kurs ima mnoge načelne prednosti. Zbog kursne stabilnosti koju garantuje, on omogućava dugoročne i predvidive poslovne dogovore u međunarodnoj trgovini. Stabilnost cene i kursa važna je i za računanje, poslovanje i planiranje na domaćem tržištu. Kamatne stope su obično niže jer nema kursnog rizika za kredite iz inostranstva. Zemlje sa fiksnim kursom po pravilu imaju nižu inflaciju, koja prati inflaciju u evrozoni, jer nema nezavisne monetarne politike. Fiksni kurs donosi i veću fiskalnu odgovornost, jer ukida mogućnost direktnog i indirektnog državnog finansiranja od strane centralne banke.

Međutim, u slučaju Srbije ove tipično nabrajane opšte prednosti čak i nisu najvažnije. Privreda Srbije ima neke osobine koje, pored opštih prednosti, čine fiksni kurs i vanredno pogodnim. Pogledajmo, u nastavku ovog poglavlja, zašto je Srbiji fiksni kurs dinara naročito potreban.

UZALUDNOST DINARSKE MONETARNE POLITIKE

Od 2001. godine do danas NBS vodi politiku rukovođeno plivajućeg kursa i ciljane stope inflacije. Međutim, veliki problem plivajućeg kursa u Srbiji je visok stepen evroizacije. Evroizacija u ovom kontekstu označava raširenu upotrebu evra u domaćoj ekonomiji i pojavu vezivanja domaćih cena,

plata i kamata za kurs evra ili za kamate i cene u evrozoni. Ovaj fenomen podrazumeva da dinarske cene velikog broja proizvoda prate cene u evrima ili su direktno preračunate po aktuelnom kursu. Zapravo, Srbija danas *de facto* ima dvovalutni sistem.

Kada je do 2008. zemlja imala visok kapitalni priliv, dinar je jačao. U uslovima depresijacije dinara, koja je nastupila od početka krize 2008, nije došlo do rasta izvoza kao što se konvencionalno očekuje kod plivajućih režima kursa. Zbog raširene evroizacije, taj efekat je u Srbiji izostao. Rast evra prema dinaru je podigao dinarske troškove uvoza, što je poskupelo uvozne komponente izvozniciima koji ih koriste. Ekonomskim rečnikom, srpski uvoz i izvoz nisu dovoljno elastični pri depresijaciji – oni slabo reaguju na promene cena. Kad je to slučaj, onda slabljenje dinara nema efekta na rast izvoza i pad uvoza, čime plivajući kurs prestaje da obavlja svoju glavnu funkciju.

Osim toga, nominalna depresijacija dinara najčešće nije donosila i stvarnu depresijaciju: ona nije donosila stvarne promene nivoa cena u Srbiji u odnosu na inostranstvo. Usled pada svoje valute, zemlja treba da proporcionalno pojeftini u odnosu na inostranstvo. Međutim, to se u Srbiji ne dešava, jer zbog usmerenosti na evro a ne na dinar kao glavno merilo vrednosti, srpska privreda i stanovništvo na promene kursa vrlo brzo reaguju promenama dinarskih cena. Svaki pad i rast dinara u odnosu na evro se praktično poništavaju, jer se dinarske cene vrlo brzo prilagode novom kursu. Padom dinara uopšte se ne postiže stvarno pojeftinjenje Srbije u odnosu na inostranstvo – dakle, dok je nominalna depresijacija dinara na delu, stvarna je zanemarljiva ili je uopšte nema. Inflacija brzo pojede svaku promenu kursa koja bi trebalo da pojeftini srpske proizvode strancima. Ovo je još jedan ključni razlog zašto plivajući kurs u Srbiji uopšte ne može da igra svoju glavnu ulogu. U uslovima visoke evroizacije politika plivajućeg kursa ima veoma malo smisla.

Dalje, politika ciljane inflacije uz plivajući kurs pokazala se neuspešnom čak i u obavljanju svog glavnog cilja. Ova politika podrazumeva da NBS može da koristi sve svoje mere kako bi pogodila inflacioni cilj. Međutim, ona redovno ne uspeva da ispuni cilj koji sama sebi postavlja. Za ovako razočaravajući rezultat primarno je odgovorna monetarna politika NBS, ali i sama monetarna politika ima problem upravo zbog vanrednog uticaja koji devizni tokovi imaju u Srbiji. Nemoguće je da centralna banka istovremeno ima uspešnu nezavisnu monetarnu politiku i stabilan kurs.

U maloj, otvorenoj i intenzivno evroizovanoj privredi, primena samostalke monetarne politike ima inflatorne efekte kad god prestane dotok kapitala, što onda obesmišljava samostalnu monetarnu politiku. Rukovodstvo NBS je u proteklom periodu shvatalo ovaj problem, ali je u reakciji na njega krenulo pogrešnim putem. Umesto prihvatanja tržišne realnosti da su privreda i stanovništvo izabrale evro a ne plivajući dinar, NBS je pokušavala

da stvari ispravi politikom administrativnog podsticanja dinarizacije. Ali kao što je to obično slučaj, administrativne mere usmerene na suzbijanje tržišnih realnosti nanele su nepotrebne troškove privredi, a da uz to nisu postigle ni željene efekte.

POTENCIJALNE KORISTI

Fiksni kurs bi značio veću stabilnost i predvidivost, što bi sa svoje strane olakšalo međunarodnu razmenu i podstaklo strana ulaganja. Dalje, fiksni kurs bi značio niže kamate za domaće potrošače i proizvođače. Svi krediti koji su obračunati u dinarima, pojeftinili bi na nivo kredita obračunatih u evrima, uz neminovne razlike u riziku. Dugoročniji krediti su inače već indeksirani ili izraženi u evrima, pa bi u ovim slučajevima fiksni kurs eliminisao kursne rizike.

U nedostatke fiksnog kursa obično se ubraja gubitak samostalne monetarne politike. U slučaju Srbije, uvođenje fiksnog kursa sa monetarnim pravilom značilo bi da NBS više ne može da vodi politiku ciljanja inflacije i da upotrebljava svoje instrumente poput repo operacija i promena referentne kamatne stope za to. Međutim, Srbija je tokom proteklih godina stalno bila u vrhu evropskih zemalja po stopi inflacije, dok je uporedive zemlje fiksnog kursa u centralnoj i istočnoj Evropi u istom periodu karakterisala mnogo niža inflacija. Sa takvim rezultatima, gubitak samostalne monetarne politike i stabilnost cena koja se time dobija prestaje da bude mana i postaje prednost.

Dalje, inflatorna monetarna politika i neodgovorna fiskalna politika su prirodni saveznici. Srbija ima veliku državnu potrošnju koja je zbog svojih deficita, viših poreza i gomilanja duga postala veliki teret za privredu i građane. Fleksibilni kurs dopušta da NBS samostalno emituje dinarski novac koji se kasnije troši kroz budžet. Fiksni kurs, sa druge strane, podrazumeva strogo monetarno pravilo koje centralnoj banci onemogućava direktno i indirektno finansiranje državnog duga.

Politika fiksnog kursa nije bez ograničenja. Kod fiksnog kursa, u kapitalno zavisnoj, maloj i otvorenoj privredi, ukoliko dođe do drastičnog smanjenja kapitalnih priliva, može doći do veoma oštre recesije. Kako ne postoji prostor da se promenom kursa privreda prilagodi novim okolnostima, manjku deviznog priliva, mora doći do direktnih smanjenja cena i dohodaka. Preciznije, mora se vršiti realno prilagođavanje, koje znači smanjivanje plata i zaposlenosti, otpuštanja i smanjivanja plata u javnom sektoru, smanjivanje ili zamrzavanje penzija i generalno, štednju na svim nivoima. Ovaj šok na tok dohodaka u privredi odražava se na oštar pad BDP. Međutim, ovim padom, privreda se istovremeno rasterećuje troškova i duga, što predstavlja, uz ostale nepromenjene okolnosti, mnogo bolje polazište za novi rast proizvodnje. Upravo ovakav scenario

dogodio se u gotovo svakoj zemlji sa fiksnim kursom tokom prethodne krize. Tokom 2009. i 2010. ove zemlje imale su oštrije padove nego slične zemlje sa plivajućim kursovima, ali su se zato i brže oporavile i krenule putanjom rasta.

Realna prilagođavanja, pogotovo direktna štednja države i smanjenje javne potrošnje predstavljaju značajan politički izazov u zemlji koja primenjuje fiksni kurs. Međutim, treba imati u vidu da su koristi niske inflacije i predvidivog okruženja koje donosi fiksni kurs toliko popularni i blagotvorni da politički može biti mnogo pogubnije da se odustane od fiksnog kursa nego od nekoliko procenata zaposlenih u javnom sektoru. Nijedna zemlja sa valutnim odborom ili pravim fiksnim kursom nije tokom poslednje ekonomske krize odustala od te politike. Čvrsto monetarno pravilo fiksnog kursa pomaže odgovornoj fiskalnoj politici u doba krize pre svega time što ograničava ponudu novca koja poskupljuje zaduživanje i sprečava rast troškova, plata i dohodaka. Fiksni kurs, dakle, uključuje mogućnost da se, zarad stabilnosti, niske inflacije i predvidivosti sistema, u slučaju većih kriza prihvati godinu dana oštre recesije i stezanja kaiša, posle kojih dolazi do obnavljanja relativno bržeg rasta. To je svejedno mnogo bolja opcija od više godina stagnacije uz sumnjivu perspektivu rasta u srednjem roku, što je današnja situacija u Srbiji.

KAKO FIKSNI KURS FUNKCIONIŠE

Pod fiksnim kursom se obično podrazumeva utvrđena fiksna vrednost domaće valute prema odabranoj stranoj valuti. Međutim, to je samo površinska definicija fiksnog kursa. Mnogo važnije u definiciji režima fiksnog kursa su određena monetarna pravila koja centralna banka zemlje mora da sledi da bi fiksni kurs bio održiv – pre svega ono što smo u prvom delu teksta nazvali valutnim pravilom. Samo režim fiksnog kursa, koji sledi valutno pravilo, može se zvati pravim fiksnim kursom. U ovom odeljku ćemo detaljnije razmotriti kako valutno pravilo funkcioniše.

U prošlosti je u mnogim zemljama bilo pokušaja uspostavljanja fiksnog kursa, koji bi ubrzo propali zato što centralne banke nisu sledile valutno pravilo. One bi proglasile fiksirani nivo kursa, ali bi onda nezavisno od toga vodile svoju monetarnu politiku i samostalno emitovale novac.

Centralne banke koje vode samostalnu monetarnu politiku emituju novac na više načina. Na primer, centralna banka može kupiti državne obveznice od poslovnih banaka. Kada centralna banka to uradi, banke njoj daju državne obveznice (koje su za svoj račun ranije kupile od države), a od centralne banke dobijaju novoemitovani novac. Na taj način centralna banka pusta svež novac u poslovne banke i privredu.

Centralna banka može i kreditirati poslovne banke. NBS stalno daje zajmove poslovnim bankama, dok od njih kao zalag za vreme trajanja zajma uzima hartije od vrednosti. Isto kao i u prethodnom slučaju, NBS tako dobija hartije od vrednosti, a banke dobijaju novoemitovani novac. Ova transakcija je privremena jer se kredit vraća u kratkom periodu, ali pošto se kreditiranje najčešće nastavlja i ukupan obim ovih kredita bankama raste, na ovaj način se takođe povećava količina novoemitovanog novca.

Pri ovim transakcijama centralne banke objavljuju i kamatnu stopu koju ciljaju ili kamatnu stopu po kojoj pozajmljuju poslovnim bankama. To je u slučaju NBS referentna kamatna stopa. U slučaju njenog smanjenja, banke u proseku traže više kredita od NBS i novčana masa posledično raste. U slučaju povećanja, novčana masa pada.

Tako, u kratkim crtama, funkcioniše samostalna monetarna politika. Kurs valute je u ovom slučaju fleksibilan i dinar se kreće gore ili dole u zavisnosti od smera monetarne politike ali i mnogih drugih ekonomskih činilaca.

Fiksni kurs funkcioniše drugačije. Pravilo fiksnog kursa je da centralna banka *ne vodi* samostalnu monetarnu politiku. Sve što je upravo opisano kod fiksnog kursa centralna banka ne sme da radi. Umesto toga, ona u privredu i banke pusta domaći novac isključivo na jedan način – po osnovu kupoprodaje deviza.

Centralna banka je u tom slučaju pasivna. Ona ne odlučuje samoinicijativno da poveća ili smanji ponudu novca ili da promeni kamatnu stopu. Umesto toga, ona jednostavno menja devize za domaću valutu u transakcijama sa bankama. Ponuda domaćeg novca tako automatski zavisi od ponude deviza, a kamatna stopa se formira samostalno na tržištu.

Pretpostavimo da dinar ima fiksni kurs od 120 dinara za evro. Uzmimo da je firma X nešto izvezla i od toga zaradila 1.000 evra. Tih 1.000 evra su sada na računu ove firme kod banke A. Banka A prodaje tih 1.000 evra NBS, a u zamenu dobija 120.000 dinara.

Ovim potezom je NBS emitovala novih 120.000 dinara. Ali, za razliku od prethodno opisanih situacija, ona je u zamenu za dinare dobila protivvrednost u evrima. Drugim rečima, emitovala je dinar po osnovu deviznog priliva.

Kakav je rezultat ove transakcije na makroplanu? U privredi Srbije sada ima 120.000 dinara više. Taj novac je za početak u banci i banka ga može upotrebiti za isplatu svojih depozitora ili za kreditiranje nekih drugih klijenata. U isto vreme, u NBS se nalazi 1.000 evra više – odnosno, devizne rezerve su porasle za 1.000 evra.

Šta se dešava kada neko, obratno, uveze robu za 1.000 evra? Da bi platio robu u inostranstvu, uvoznik potraži da kupi 1.000 evra od svoje banke, koja ih zauzvrat kupi od NBS po istom fiksnom kursu od 120 dinara za

evro. Tako NBS dobija nazad 120.000 dinara, dok uvoznik dobija 1.000 evra kojima obavlja plaćanje u inostranstvu.

Kakva je makrosituacija posle ove transakcije? NBS sada ima 1.000 evra deviznih rezervi manje, jer ih je prodala banci uvoznika, ali istovremeno u privredi ima 120.000 dinara manje, jer su ti dinari sada otišli nazad u NBS. Kada su dinari u NBS, oni su van ekonomije – to efektivno znači povlačenje novca iz privrede.

To je praktično sve što u režimu fiksno kursa centralna banka ima da radi. Za to nije potreban poseban napor, niti ima potrebe za posebnim analiziranjem i odlučivanjem u domenu monetarne politike. Novac se emituje i povlači sam od sebe, na osnovu ulaska i izlaska deviza. Fiksni kurs se ne „brani“ jer za tako nešto nema potrebe – sve što je potrebno je ponašati se na ovaj način. Centralna banka je u režimu fiksnog kursa pasivna, ona u takvom režimu i emituje i povlači dinare takoreći nenamerno – kao nusproizvod deviznih transakcija.

Još važnije, to je sve što u režimu fiksnog kursa centralna banka sme da radi. Kada centralna banka ovako postupa, kada emituje i povlači novac jedino na osnovu deviznih transakcija, ona time uvek održava stabilnu proporciju između deviznih rezervi i domaćeg primarnog novca. U našem primeru, kad su devize prilikom izvoza ušle u zemlju, dinarski primarni novac se povećao za tačno toliko. Kada su devize prilikom uvoza izašle, količina dinara se opet proporcionalno smanjila. I dok god centralna banka emituje i povlači dinare *samo* na ovaj način, samo na osnovu deviznih transakcija, proporcija između količine dinara u ekonomiji i deviznih rezervi u NBS će ostati ista.

Zamislimo da u zemlji dođe do velike ekonomske nestabilnosti ili krize, usled čega ogromna količina deviza počne da ističe iz zemlje. Da li bi tako nešto ugrozilo fiksni kurs? Ne bi – jer ako NBS nastavi da sledi valutno pravilo, izlaz deviza iz zemlje biće automatski praćen proporcionalnim smanjenjem količine dinara u zemlji. Devizne rezerve bi opale, ali bi proporcionalno opala i količina dinara u ekonomiji i kurs zato opet ne bi bio ugrožen.

Da je stabilnost fiksnog kursa dobro oprobana i u praksi možemo videti na primeru baltičkih zemalja: Litvanija ima valutni odbor, a Letonija fiksni kurs sa doslednim poštovanjem valutnog pravila. Posle velike svetske ekonomske krize 2008. godine, velike količine stranog kapitala su naglo napustile ove zemlje u veoma kratkom roku. Dok su mnogi posumnjali da će to ugroziti kurseve njihovih valuta, to se nije dogodilo. Vrlo jednostavno, centralne banke Litvanije i Letonije su nastavile da slede valutno pravilo. Svaki izlaz deviza bio je praćen proporcionalnim smanjenjem količine domaće valute. Pri tome, centralne banke nisu morale ništa specijalno da urade. Prema već opisanom mehanizmu, izlazak strane

valute je sam po sebi smanjio količinu domaćeg novca. Centralne banke su po fiksnom kursu prodavale devize svakome ko je tražio. Zauzvrat su dobijale domaću valutu, čiji je ulazak u centralne banke značio njeno automatsko sklanjanje iz opticaja. Na taj način je izlazak strane valute iz zemlje, odnosno pad deviznih rezervi, istovremeno značio i proporcionalno smanjenje domaće količine novca. Tako su centralne banke uvek imale dovoljno deviznih rezervi da pokriju sav domaći novac u opticaju, jer se proporcija domaćeg i stranog novca nije menjala. A kad je tako, valutna kriza je nemoguća.

Ove zemlje jesu bile u krizi, jer smanjenje količine novca u opticaju nije priyatna stvar. Naglo smanjenje količine novca u ekonomiji sa sobom donosi recesione i deflatorne posledice. No, što se kurseva tiče, oni nikada nisu bili dovedeni u pitanje i ostali su na istom fiksnom nivou do današnjeg dana.

Ponovo, da bi to postigle, centralnim bankama nije bilo potrebno da urade bilo šta specijalno. Naprotiv, sve što je trebalo da urade je da *ne* padnu u iskušenje da izlazak stranog i smanjenje količine domaćeg novca nadomeste samostalnim emitovanjem domaćeg novca. Baltičke centralne banke tako nešto nisu radile, ostale su pasivne i zato su njihovi fiksni kursevi ostali neugroženi. A i deflacija i recesija su brzo prošle, a visoke stope rasta su se vratile u ove zemlje.

Prilikom diskusija o fiksnom kursu u domaćoj javnosti često se potencira njegova navodna nestabilnost ili neodrživost. U poslednjim danima SFRJ, vlada Anta Markovića je pokušala da uspostavi fiksni kurs dinara, a zatim je 1994. godine Dragoslav Avramović na čelu Narodne banke Jugoslavije pokušao još jednom. Oba pokušaja bila su bezuspešna, dinar je u oba slučaja ubrzo devalvirao, prvo na crnom tržištu a onda i zvanično, i ovi neuspesi navode dobar deo domaće stručne javnosti na sumnjičavost po pitanju stabilnosti fiksnog kursa. Fiksni kursevi su propali i u Argentini 2000, kao i u nizu zemalja jugoistočne Azije prilikom kriza 1997. i 1998. godine. Ako su fiksni kursevi održivi i stabilni na način na koji ovde opisujemo, kako je moguće da su u ovim prethodnim slučajevima propali?

Odgovor je jednostavan. Za sve ove propale pokušaje fiksiranja kurseva zajedničko je da centralne banke nisu poštovale valutno pravilo. Umesto toga, vodile su samostalno monetarnu politiku koja pri fiksnom kursu nije dozvoljena. Drugim rečima, ovo i nisu bili pravi režimi fiksnih kurseva ili valutnih odbora. U svim ovim slučajevima zemlje su jednostavno proglašavale da je kurs fiksna, objavile fiksni paritet (7 dinara za 1 nemačku marku u SFRJ 1990; 1 dinar za 1 marku u SRJ 1994; 1 pezos za 1 dolar u Argentini, itd.), ali nisu sledile valutno pravilo koje je u samoj suštini režima fiksnog kursa (Hanke, 2002). Zbog toga, nije ni ispravno zvati ove režime fiksnim – bolji naziv za njih je fiksirani.

Na našem primeru, geneza propasti ovih režima izgledala bi ovako. Narodna banka SR Jugoslavije (NBj) je početkom 1994. proglasila kurs od 1:1 prema nemačkoj marki. U početku je, pod guvernerom Dragoslavom Avramovićem, NBj zaista poštovala pravila fiksnog kursa i u roku od nekoliko meseci, čak i u privredi prethodno razorenoj hiperinflacijom, bez problema uspevala da održava taj kurs. Međutim, usled političkih pritisaka, NBj je počela da krši pravilo i emituje novac samostalno, van deviznih tokova. Umesto da dinare emituje jedino na osnovu kupovine i prodaje deviza, NBj je počela da kreira dinare i na druge načine, da kreditira poslovne banke i kupuje državne obveznice za novostvoreni dinarski novac. To je narušilo proporciju emitovane količine dinara i deviznih rezervi.

Kada se proporcija između emitovanih dinara i deviznih rezervi jednom naruši, to stvara uslove za devalvaciju. Pre ili kasnije ljudi primete da na tržištu ima viška dinara i sve više nastoje da za dinare kupe devize. Pošto deviza sada nema dovoljno za sve, devalvacija dinara je neminovna.

U svim slučajevima neuspeha fiksnih kurseva scenario je suštinski bio isti. Vlada bi proglasila fiksni kurs, ali bez obavezivanja centralne banke da se ponaša po pravilima, da se odrekne sopstvene monetarne politike i emitovanja novca osim po osnovu deviznih transakcija. Kasnije se, kada do devalvacije dođe, obično krive špekulanti i nalaze razni drugi uzroci. Međutim, špekulanti su samo prirodna posledica situacije da na tržištu ima više domaće valute od deviza. Tako je bilo i u slučaju dinara i argentinskog pezosa i britanske funte početkom 1990-ih i nekoliko azijskih valuta krajem 1990-ih. Kada se pravila fiksnog kursa slede i devizna proporcija održava, opasnosti od špekulacija nema. Svaki špekulant koji bi igrao protiv fiksnog kursa takve valute bi neminovno izgubio – jer centralna banka koja je sledila pravila fiksnog kursa uvek ima dovoljno deviza da pokrije sav iznos domaće valute koju je emitovala, a time špekulant neminovno ostaje bez municije.

Razlika između pravih fiksnih kurseva sa pravilima i prividno fiksnih ili fiksiranih kurseva nije uvek bila jasna. Zemlje su, ne samo zbog neodgovornosti centralnih banaka ili političara, već i zbog nerazumevanja ovog mehanizma, pravile greške i podrivale svoje režime fiksiranih kurseva. Danas to više nije slučaj. Dobro je poznato da se u režimu fiksnog kursa mora slediti valutno pravilo i da su fiksni kursevi koji to pravilo slede vrlo stabilni.

MITOVI I ZABLUDE O FIKSNOM KURSU

Bez obzira na sve prednosti fiksnog kursa u zemljama poput Srbije, kao i na činjenicu da veliki broj privrednika već odavno smatra da bi fiksni kurs daleko više pogodovao njihovom poslovanju, ideja fiksnog kursa gotovo da se ne razmatra ozbiljno u medijima i stručnoj javnosti.

Otpor prema fiksnom kursu razumljiv je u delu vlade i posebno u NBS. Uz fiksni kurs, vlada je ograničena. Fiksni kurs nameće odgovornu fiskalnu politiku i oduzima mogućnost da se u slučaju potrebe država osloni na Narodnu banku koja bi emitovanjem novca pokrila njene minuse. Otpori u NBS su još veći. Prema prethodno opisanom mehanizmu fiksnog kursa ili valutnog odbora, NBS gubi veliki deo mogućnosti i nadležnosti koje danas ima.

U sistemu fiksnog kursa NBS funkcioniše kao jedna velika menjačnica. Ona više ne može da vodi samostalnu monetarnu politiku. Ne može da emituje novac otkupljivanjem hartija od vrednosti. Ne može da vodi politiku ciljanja inflacije i njena referentna kamatna stopa prestaje da igra bilo kakvu ulogu. Ne može ni da prodaje i kupuje devize po sopstvenom nahođenju, već to radi jedino automatski. Prestaje da interveniše na deviznom tržištu sa izgovorima kao što su „poboljšanje likvidnosti deviznog tržišta“ ili „umanjenje dnevnih fluktuacija kursa“. Pošto intervencije na deviznom tržištu prestaju a kurs je unapred poznat, zvaničnici NBS prestaju da budu i izvor informacija za privilegovane pojedince iz bankarskog sektora o budućem kretanju kursa. Prihvatanjem fiksnog kursa NBS seče granu na kojoj sedi – njena zvanična uloga, kao i lični uticaj njenih zvaničnika, drastično se smanjuju.

Prethodno objašnjava zašto nijedna vlada Srbije nije imala entuzijazam za uvođenje fiksnog kursa, kao i zašto su svi dosadašnji guverneri NBS redom bili protiv njega. Deo bankara koji od ovakve politike profitira i ekonomista povezanih sa NBS takođe je za *status quo*. Međutim, čini se da i u ostatku javnosti koja nema direktni interes u održanju sadašnjeg sistema rukovođeno plivajućeg kursa, nema dovoljno podrške ideji uvođenja fiksnog kursa. U ovom slučaju, glavni razlog za to izgleda da je nerazumevanje mehanizma funkcionisanja fiksnog kursa i njegovih posledica. U nastavku ćemo obratiti pažnju na neka pogrešna uverenja, mitove i zablude o fiksnom kursu, koji su se često mogli čuti u domaćoj stručnoj i širokoj javnosti.

MIT BROJ 1: FIKSNI KURS ZAHTEVA VISOKE DEVIZNE REZERVE I NOSI RIZIK NJIHOVOG PREKOMERNOG TROŠENJA

Kao argument protiv fiksnog kursa u domaćoj javnosti često se čuje da Srbija nije sposobna da održi fiksni kurs jer su za njegovo održavanje potrebne velike devizne rezerve, te da bi se zalihe deviza NBS brzo istopile.

Zapitajmo se ovako: da li je neka zemlja sa pravim fiksnim kursom ikada ostala bez deviznih rezervi? Da li se to dogodilo Estoniji, Litvaniji, Letoniji, ili možda Bugarskoj, Hrvatskoj ili BiH? Nijedna od ovih zemalja, ni u vremenu najveće krize, nije ostala bez deviznih rezervi. Kakav je trend na delu sada, da li se devizne rezerve ovih zemalja polako tope? Ne, kod fiksnog kursa nema opasnosti od trošenja deviznih rezervi.

Slučajevi odliva deviznih rezervi su slučajevi propasti prividno fiksiranih kurseva – gde centralne banke nisu sledile valutno pravilo, već su, uprkos navodnom garantovanju fiksnog kursa, štampale domaći novac van strogo deviznih osnova. Kod svih slučajeva propasti navodnih fiksnih kurseva, od jugoistočne Azije preko Južne Amerike do par jugoslovenskih epizoda, radilo se o nepoštovanju ovog pravila – što znači da se kod njih na prvom mestu nije ni radilo o fiksnim, već samo o prividno fiksiranim kursovima.

Naime, kod pravog fiksnog kursa domaći primarni novac je u uskoj vezi sa deviznim rezervama. Kad devizne rezerve ulaze u zemlju, to automatski prouzrokuje štampanje dinara. Kad one izlaze, to automatski povlači dinare – smešta ih u NBS, gde oni treba i da ostanu do novog deviznog priliva. Ako se ovaj mehanizam razume, vidi se da kod fiksnog kursa devizne rezerve u današnjem smislu te reči, u smislu dodatne devizne imovine u trezoru centralne banke, čak nisu ni potrebne. Umesto toga, devizne rezerve su samo naličje domaćeg primarnog novca.

Ako NBS sledi mehanizam fiksnog kursa, onda joj nikakve *dodatne* devizne rezerve nisu ni potrebne. Potrebno je samo onoliko rezervi koliko je dovoljno da se pokrije dinarski primarni novac. Srbija trenutno ima mnogo više od toga: dok je dinarski primarni novac manji od tri milijarde evra, sopstvene devizne rezerve NBS trenutno dostižu sedam milijardi evra. Dakle, NBS ima čak i mnogo više deviznih rezervi nego što joj je za fiksni kurs potrebno. U slučaju uvođenja fiksnog kursa, ovaj višak sopstvenih deviznih rezervi NBS može se slobodno upotrebiti za vraćanje javnog duga.

Devizne rezerve u sistemu fiksnog kursa mogu da opadnu – ali opadanje deviznih rezervi kod fiksnog kursa automatski znači i opadanje domaćeg primarnog novca, a tako i ukupne novčane mase. Opadanje domaće novčane mase znači domaću deflaciju. Srbija usled toga postaje jeftinija prema inostranstvu, što znači da je izvoz isplativiji, turistima je jeftinije da dođu u Srbiju i uopšte to sada povećava *priliv* deviza. Time odliv deviza automatski mora da posustane. Jedini uslov da se to ostvari je da NBS nikako *ne* interveniše i da dozvoli da odliv deviza bude praćen smanjenjem primarnog dinarskog novca.

Devizne rezerve, prema tome, u fiksnom kursu igraju nešto drugačiju ulogu od one koju igraju u Srbiji danas. One nisu nikakva državna štednja za crne dane, već samo druga strana domaćeg primarnog novca. Opadanje deviznih rezervi kod fiksnog kursa nije isto što i njihovo sadašnje trošenje na odbranu kursa dinara koje praktikuje NBS. U fiksnom kursu, njihovo opadanje je samo drugi izraz za opadanje domaće novčane mase i domaću deflaciju. A taj pad je uvek privremen, trend se neminovno preokreće i, sa pojeftinjenjem, devizni odliv u zemlju prestaje a priliv se povećava. Mehanizam je nebrojeno puta testiran i zemlje fiksnih kurseva, od Hong-Konga do Letonije, ni u vremenima najvećih kriza nisu „potrošile“ devizne rezerve niti morale da devalviraju.

MIT BROJ 2: IZBOR NIVOVA NA KOJEM SE KURS FIKSIRA
JE KOMPLIKOVAN PROBLEM

Naprotiv, ovo nije nikakav problem – kurs je najbolje fiksirati za nijansu niže od tržišnog nivoa na kojem se trenutno nalazi. Teorijski, na bilo kojem nivou da se kurs fiksira, on će uz striktno poštovanje valutnog pravila ostati stabilan. U praksi, može da bude neprijatno ako je dinar u početku prejak. Ako se dinar (čiji je tržišni kurs danas oko 112 dinara za evro) fiksira na 100 dinara za evro, to znači da će Srbija morati odmah da uđe u deflaciju da bi se domaće cene prilagodile ovakvom kursu. Takav kurs je i dalje potpuno održiv, ali deflacija na kratak rok destimuliše privredu.

Ako se kurs fiksira na 115 ili 120 dinara za evro, onda će se domaće cene ovakvom kursu prilagoditi blagom inflacijom. Inflacija obično nije poželjna, ali je inflaciono prilagođavanje mnogo lakše od deflacionog prilagođavanja. Fiksiranjem kursa na 120 za evro, Srbija će u narednom periodu prizvati inflaciju od par procenata – ništa posebno drugačije od već postojećeg trenda – a onda će inflacija postepeno nestati i približiti se stopi inflacije u zemljama evrozone.

MIT BROJ 3: SRBIJA NIJE ZRELA ZA FIKSNI KURS
JER IMA VISOKU INFLACIJU I NESTABILNE JAVNE FINANSIJE

Nasuprot često citiranim mišljenjima da je makroekonomska stabilnost preduslov održivosti fiksnog kursa, uzročnost je suprotna: fiksni kurs se uvodi upravo da bi ostvario makroekonomsku stabilnost. Fiksni kurs se posebno preporučuje zemljama sa neodgovornom domaćom monetarnom politikom. Srbija, još iz vremena SFRJ, ima hroničnu inflaciju i za tu inflaciju je odgovorna upravo NBS i njen sadašnji režim kursa.

Uvođenje fiksnog kursa je upravo zamena za domaću monetarnu politiku. Umesto NBS, monetarna politika se vodi automatski, odnosno diktiraju je tokovi deviza. U širem smislu, diktira je Evropska centralna banka putem svog uticaja na vrednost evra i evropske cene. Fiksni kurs je pre svega *sredstvo borbe protiv inflacije* i uvodi se upravo u slučajevima kada domaća monetarna politika izgubi kredibilitet.

Uredna fiskalna politika takođe nije uslov, već indirektna *posledica* fiksnog kursa. U sadašnjem sistemu, država se uvek može osloniti na primarnu emisiju NBS kao krajnji izvor pomoći. U sistemu fiksnog kursa, to više nije moguće jer je NBS oduzeto pravo da direktno ili indirektno pomaže državi. Država i dalje može da ima budžetske deficite, koje pokriva uobičajenim zaduživanjem na finansijskom tržištu. Jedina razlika je što kod sistema fiksnog kursa država zna da više ne može da se osloni na centralnu banku za pokriće minusa.

MIT BROJ 4: FIKSNI KURS JE NEMOGUĆ
BEZ JAKE I KONKURENTNE PRIVREDE

Omiljeni mit praktično svih prethodnih guvernera NBS je da pitanja kursa i inflacije ne zavise od njih, već od raznih drugih pojava i događaja. Nasuprot ovim tvrdnjama, odgovornost za hroničnu inflaciju i nestabilan kurs je isključivo na NBS. Iako je tačno da kurs valute zavisi od nebrojeno mnogo faktora – od političkih dešavanja u zemlji do svetskih cena materijala – centralna banka ima ubedljivo najveći uticaj na njenu vrednost. Naime, iako ukupna tražnja za nekom valutom zavisi od pomenutih mnogobrojnih stvari, krajnja *ponuda* valute je pod punom kontrolom njene centralne banke.

Zbog toga, iako valuta može kratkoročno da oscilira iz mnogo razloga, dugoročno njena vrednost zavisi isključivo od ponašanja centralne banke. Kvalitet i konkurentnost privrede u tome ne igraju nikakvu ulogu. Ako centralna banka sledi valutno pravilo, ona može da održi fiksni kurs čak i sa nepostojećom privredom. Mnoge zemlje u okruženju Srbije, čija privreda nije ništa bolja, bez problema održavaju fiksne kurseve. Čak i dobar broj afričkih zemalja, čije su privrede u daleko gorem stanju od srpske, već decenijama ima stabilne fiksne kurseve, fiksirane nekada za francuski franak a sada za evro. Snažna privreda nije uslov za održiv fiksni kurs. Ponašanje centralne banke po valutnom pravilu jeste.

MIT BROJ 5: SRBIJA JE POLITIČKI NESPREMNA ZA FIKSNI KURS

Mnogi govore o uopštenoj, političkoj ili ekonomskoj, nespremnosti Srbije za fiksni kurs ili o nesposobnosti NBS da takav kurs kredibilno održava i sledi pravila igre. Baltičke zemlje i Bugarska su uvele fiksne kurseve početkom i sredinom 1990-ih. Crna Gora i Kosovo takođe odavno imaju jednostranu evroizaciju, što je još ekstremniji oblik fiksnog kursa. Maločas smo pomenuli i afričke zemlje sa fiksnim kursevima. Da li je Srbija u gorem ekonomskom i političkom stanju nego što su ove zemlje bile tokom prethodnih decenija? Teško je u to poverovati.

Što se tiče primedbe da se srpskim monetarnim vlastima ne može verovati da će poštovati valutno pravilo potrebno za održanje fiksnog kursa, ona pada u vodu poređenjem sa alternativom – sa sadašnjim situacijom u kojoj NBS ima velike samostalne nadležnosti i određene ruke po pitanju monetarne politike. Ako se u neku instituciju nema poverenja, upravo je zbog toga treba ograničiti pravilima, a ne davati joj mogućnost da se ponaša po sopstvenom nahođenju. Kad se monetarno pravilo jednom propiše, ili se u slučaju valutnog odbora uvede zakonom, biće vrlo lako vidljivo da li ga NBS poštuje. Ukoliko ne, imaćemo jasnu sliku o tome ko i kako podriva kurs dinara. Ukoliko NBS ima i političku podršku za kršenje pravila, biće i tada jasno ko je srušio kurs dinara.

U krajnjem slučaju, čak i ako se fiksni kurs uvede ali njegova pravila naruše, dobija se samo ono što već imamo danas – samovoljnu emisiju novca i poigravanje sa kursom dinara.

MIT BROJ 6: FIKSNI KURS DESTIMULIŠE IZVOZ

Ovo je zabluda koja se takođe mogla čuti u domaćim medijima, bez ikakvog teorijskog ili praktičnog utemeljenja. Teorijski, sam oblik kursa nema nikakve veze sa uvozom i izvozom. Izvoz stimuliše *opadanje* vrednosti kursa, odnosno njegova depresijacija ili devalvacija (a ni one bezuslovno bez drugih negativnih efekata). Dakle, smer kretanja kursa je ono što je važno, ne njegov oblik.

Plivajući kurs može privremeno da depresira i to bi podstaklo izvoz, ali svedeno ne može stalno da opada. Depresijacija ubrzo postaje očekivana i efekat na izvoz se gubi. A u Srbiji čak ni to nije moguće jer, kao što smo videli u prvom delu, zbog visoke evroizacije depresijacija nema čak ni prolaznog efekta na izvoz. Tokom prethodnih godina dinar je drastično pao, ali izvoz nije porastao.

Ako se pogleda izvoz kao procenat društvenog proizvoda po zemljama, uporedive zemlje sa stabilnim (Hrvatska), fiksnim kursovima (Bosna i Hercegovina, Bugarska, Makedonija, Litvanija, Letonija) ili evrom direktno (Crna Gora), sve imaju veći udeo izvoza u BDP-u, kao i brže rastuće apsolutne iznose izvoza. Srbija, sa druge strane, ima najveći deficit tekućeg računa (kao udeo u BDP) u poređenju sa ovim zemljama.

Prema tome, teško je videti da je plivajući kurs doneo bilo kakve koristi u vidu podsticanja izvoza. Izgleda da je obrnuto – domaća inflacija i nepredvidiva kretanja kursa u evroizovanoj privredi još i otežavaju posao izvoznika. Zemlje sa sličnom privrednom strukturom a fiksnim kursovima izvoze relativno više i imaju manje spoljnotrgovinske deficite i deficite tekućeg računa. Fiksni kurs bi u Srbiji, po svemu sudeći, popravio izvoz.

MIT BROJ 7: FIKSNI KURS JE ANTITRŽIŠNI I PREDSTAVLJA FIKSIRANJE CENA

Naprotiv, sadašnji režim rukovođeno plivajućeg kursa je netržišno rešenje, jer iako voli da ističe da se kurs formira na tržištu, NBS se stalno meša u njegovo formiranje. Jedina dva oblika tržišno određenog kursa su slobodno plivajući kurs (koji ima mali broj zemalja, poput evrozone i SAD) i potpuno fiksni kurs. Prvi je tržišni zato što cenu valute u njemu određuju ponuda i tražnja, bez mešanja centralne banke; drugi je tržišni zato što je striktno vezan za slobodno plivajuću valutu i tako ustvari pliva zajedno sa njom. Pri fiksnom kursu nema birokratskog ili političkog odlučivanja o kretanju dinara – kurs dinara je definisan kao frakcija kursa evra, koji određuje ponuda i tražnja. Fiksni kurs je na taj način zamena za pripadnost evrozoni. Jedina razlika je što se u zemlji ne upotrebljava evro direktno, već

se zamenjuje za dinare. Ali pošto je dinar definisan ne samostalno već u odnosu na evro, suštinski se radi o istom novcu.

Sa druge strane, srednja rešenja kao što su sadašnji rukovođeno plivajući kursevi ili prividno fiksni kursevi iz prošlosti, netržišni su jer su zavisni od arbitrarne volje političara i centralnih bankara.

MIT BROJ 8: POŠTO SU EVROZONA I EVRO, KAO VALUTA

SUMNJIVOG TRAJANJA, U KRIZI, NE TREBA UVESTI FIKSNI KURS SADA

Kako sada stvari stoje, Evropska centralna banka, institucionalni i idejni naslednik nemačke Bundesbanke, još dugo vremena će imati veći mone-tarni kredibilitet od NBS. Međutim, najvažniji razlog uvođenja fiksnog kursa za Srbiju nije dugovečnost ni stabilnost evra kao valute, već obave-zivanje NBS na poštovanje *pravila*. Fiksni kurs znači fiksni paritet prema evru, ali u fundamentalnijem smislu on pre svega znači oduzimanje moguć-nosti NBS da samostalno emituje dinar, stvara inflaciju i poigrava se sa kursom i time remeti stabilnost i predvidivost potrebnu realnoj privredi. Nije ključno to što će se dinar pripojiti baš evru, već to što će se za emito-vanje dinara uvesti jasno i predvidivo pravilo.

Ako evro odjednom izgubi kredibilitet ili se evrozona zaista raspadne, biće jednostavno promeniti valutu za koju se dinar veže. Pre evra je rezervna valuta na Balkanu bila nemačka marka i u slučaju raspada evro-zone to će ponovo biti najtraženija opcija. Fiksni kurs je pre svega mone-tarni režim – kad se on uspostavi, sama valuta za koju se dinar veže lako se može promeniti.

ZAKLJUČAK

Javna debata o obliku kursa u Srbiji opterećena je mnogim nerazumeva-njima u vezi fiksnog režima kursa, što je dovelo do toga da se ideja njegovog uvođenja u javnosti olako odbacuje. U ovom tekstu prikazali smo kako fiksni kurs funkcioniše, zašto bi on bio dobar za Srbiju i posebno obratili pažnju na neke raširene zablude o njegovom funkcionisanju.

I fiksni i plivajući kursevi imaju svoje nedostatke i izbor između njih pre svega zavisi od karakteristika privrede. U slučaju Srbije, svi poznati kriterijumi jasno govore u prilog fiksnom kursu dinara prema evru. Svi klasični uslovi za fiksni kurs su u Srbiji prisutni: ona je mala i otvorena ekonomija, makroekonomski nestabilna, trgovinski i finansijski vezana za evrozonu. Prisutno je čak i mnogo više od toga: istorija inflacije i nepo-verenja u domaću valutu, raširena neformalna upotreba evra, evroizacija privrede i posledična nemogućnost samostalne monetarne politike, kao i pridruživanje EU kao deklarirani politički cilj.

Iz ovih razloga je insistiranje na sadašnjem sistemu rukovođeno plivajućeg kursa teško razumljivo. Jedina dilema sa kojom Srbija u ovim pitanjima treba da se suoči je koji oblik fiksnog kursa bi bio najbolji: da li je to klasičan fiksni kurs, valutni odbor ili možda neka od radikalnijih alternativa, kao što su jednostrano uvođenje evra ili omogućavanje transakcija u većem broju konkurentnih valuta po slobodnom izboru. Ono što je sigurno je da sadašnja samostalna monetarna politika NBS i rukovođeno plivajući kurs dinara već dugi niz godina nanose štetu najvećem delu privrede i stanovništva.

CITIRANA LITERATURA

- Barro, R. and D. Gordon. 1983. „Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy“, *Journal of Monetary Economics* 12, str. 101-120.
- Friedman, Milton. 1982. „Monetary Policy: Theory and Practice“, *Journal of Money Credit and Banking* 14(1), str. 98-118.
- Hanke, Steve. 2002. „On Dollarization and Currency Boards: Error and Deception“, *Policy Reform* 5(4), str. 203-222.
- Hanke, Steve and Kurt Schuler. 1993. „Currency Board and Currency Convertibility“, *Cato Journal* 12(3), str. 697-727.
- Kydland, F. and E. Prescott. 1977. „Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans“, *Journal of Political Economy* 85, str. 473-490.
- Taylor, John B. 1993. „Discretion versus Policy Rules in Practice“ *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 39, str. 195-214.

SUMMARY

This paper provides an overview of the political economy of alternative exchange rate regimes and discusses the applicability of the fixed exchange rate regime in the Serbian economy. I argue that the current inflation targeting regime has failed and that the fixed exchange rate regime would be more suitable in Serbia, for a number of economic and political reasons. The paper also highlights some persistent misunderstandings and fallacies about the functioning of the fixed exchange rate regime in the present public debate. Contrary to what appears to be the opinion of the majority of Serbian analysts, the fixed exchange rate system is both politically viable and economically superior to the current alternative.

KEY WORDS: currency board, central bank, monetary policy, foreign currency reserves